

المحاضرة 03: صناعة رأس المال المخاطر ودورها التمويلي

سنقوم في هذا المحور بإعطاء لمحة تاريخية عن نشأت وتطور تقنية رأس المال المخاطر، ثم عرض مفهومها، وأخيرا إلقاء الضوء على أهم السمات أو الخصائص التي تتميز بها تقنية رأس المال المخاطر.

I. نشأة رأس المال المخاطر، مفهومه وخصائصه

سنقوم في هذا المبحث بإعطاء لمحة تاريخية عن نشأت وتطور تقنية رأس المال المخاطر، ثم عرض مفهومها، وأخيرا إلقاء الضوء على أهم السمات أو الخصائص التي تتميز بها تقنية رأس المال المخاطر.

I.1. نشأة وانتشار رأس المال المخاطر: تنسب النشأة الحديثة لرأس المال المخاطر إلى الجنرال الفرنسي Georges Doriot. هذا الأخير ولد في باريس عام 1899 ليكون ضابطا بالجيش الفرنسي أثناء الحرب العالمية الأولى، وبعد انتهاء الحرب تحصل على شهادة تخرج من جامعة باريس، لينتقل بعدها للعيش بالوم.أ وهو في سن الثانية والعشرون، أين التحق بجامعة هارفارد (Harvard Business School) عام 1921 وأصبح أستاذ في المناجمنت الصناعية (Mangement industriel) عام 1926.

قبل اندلاع الحرب العالمية الثانية أدرك الجيش الأمريكي أن الحروب الجديدة ستكون حروب تكنولوجية بالدرجة الأولى، وهذه الأخيرة لا يمكن بلوغها بدون مساهمة حاسمة من أشخاص متخصصين في البحث والتطوير (La recherche-développement R&D)، لذلك قام البنتاغون أثناء الحرب العالمية الثانية، بمناداة George Doriot وضمه إلى الجيش الأمريكي عام 1940 بعد تجنيسه ومنحه رتبة جنرال، وقد أسندت إليه مهمة إدارة شعبة التخطيط العسكري أين كان يعمل تحت سلطته جمع من علماء الطبقة الأولى الذين يعملون بصورة رئيسية في أعمال البحث والتطوير، وقد ساعد ذلك على تطوير وتصنيع بدلات ومعدات جديدة مقاومة للظروف المناخية، وكذا تطوير مواد بلاستيكية جديدة...إلخ.

بعد أن وضعت الحرب العالمية الثانية أوزارها عاد George Doriot إلى جامعة هارفارد، وقام بناء على الخبرة التي اكتسبها طيلة فترة تواجده بوزارة الدفاع الأمريكية بتفعيل فكرة تمويل البحث والتطوير، حيث دعا إلى ضرورة خلق مشاريع تحقق فتوحات (Des percées) علمية، تكنولوجية، وتنظيمية، تؤسس من طرف أشخاص تختلف طبيعتهم عن رجال الأعمال التقليديين (Businessmen Classiques).

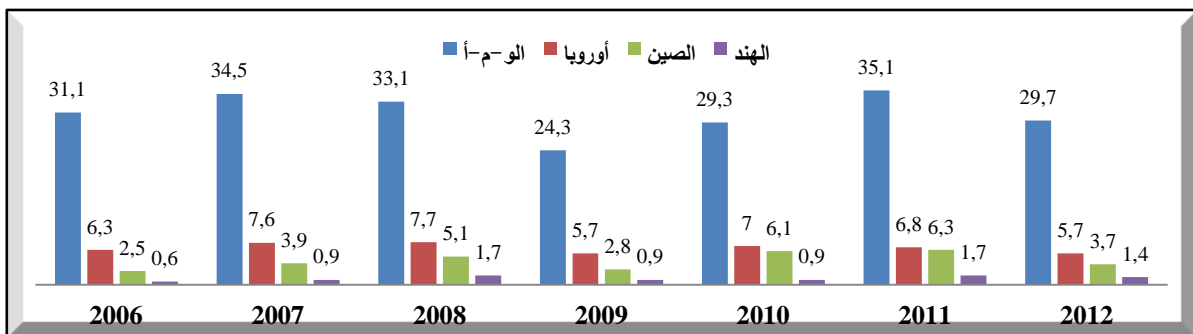
وقد تم تأسيس أول شركة رأس المال المخاطر في ولاية بوسطن الأمريكية عام 1946 من طرف Karl Compton مدير معهد Massachusetts للتكنولوجيا وGeorges Doriot، والتي تحمل اسم

الأمريكية للبحث والتطوير (American Research & Development-ARD)، بهدف المساهمة في رأس مال المشاريع ذات المخاطر العالية والتكنولوجية المتقدمة، وقد حققت (ARD) نجاحات كبيرة في استثماراتها التي انتقلت من 70 ألف دولار إلى 335 مليون دولار في ظرف 26 سنة [Glachant, et al, 2008, p 29]. وإلى فترة الستينات إلى السبعينات كانت أغلب شركات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن شركات مدرجة في سوق رأس المال، لكن في بداية الثمانينات، وبسبب التعديلات التنظيمية المتعلقة بقواعد الاستثمار المؤسسي، أصبحت شركات رأس المال المخاطر تحت الشكل القانوني لشركة ذات مسؤولية محدودة (Limited Partnership) هي السائدة.

وقد يتساءل البعض عن أسباب سبق ظهور وتطبيق رأس المال المخاطر في الو.م.أ بشكل كبير واحتلالها المراكز الأولى عالميا في هذا المجال، ونشير في هذا الصدد أنه إلى جانب التقدم التكنولوجي الهائل والاختراعات المتعددة التي تميز بها الاقتصاد الأمريكي في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، فإن هذا البلد يتميز بنظم وثقافة يحترمان ويعظمان المبادرات والمجازفات. فعلى سبيل المثال، فإن الطلاب في المدارس غالبا ما يشجعون على أخذ المجازفة، فتجد جامعتنا Cornell University و Iowa State University تدعمان ريادة الأعمال من قبل هيئة التدريس والطلاب، وتعرض هاتان الجامعتان على الطلاب والخريجين فكرة بناء حياتهم المهنية من خلال إطلاق مشروع عمل، كما تدعمانهم في أبحاثهم وفي تنظيم وإدارة مبادراتهم. ويضاف إلى كل هذا أن المنظومة المجتمعية الأمريكية ككل تنظر إلى الفشل كجزء متكامل من النجاح، وفقا للحكمة القائلة " إذا في البدء لم تتجح، فجرب وجرب مرة أخرى وجرب مرة جديدة".

وإدراكا لكون عمل رأس المال المخاطر يمثل حافزا حيويا في تنمية العديد من الصناعات الجديدة ومن ثم فهو يشكل عاملا هاما في نمو الاقتصاد وتحقيق الثروة، بدأت العديد من الدول الأوروبية في خلق مناخ للصناعات الناجحة لرأس المال المخاطر، حيث تطور أولا في إنجلترا، ثم في فرنسا وهولندا، ثم تطور فيما بعد في ألمانيا. وقد استمر تطور رأس المال المخاطر في معظم دول العالم.

الشكل رقم (04): حجم استثمار رأس المال المخاطر* في بعض دول العالم (الوحدة: مليار دولار)



Source: Ernst & Young. (2013), Turning the corner: Global venture capital insights and trends 2013, p: 02.

° - يخص فقط مرحلتَي الإنشاء والنمو الأولى من دورة حياة المشاريع الناشئة.

نلاحظ من الشكل البياني أن هناك تباين كبير في حجم استثمار رأس المال المخاطر في الدول الأربعة، وقد يرجع ذلك إلى الفاصل الزمني بين ظهور وتطور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية وباقي دول العالم. كما نلاحظ أيضا أن هناك تذبذب في حجم استثمار رأس المال المخاطر في الدول الأربعة، ومرد ذلك ربما إلى الأزمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي في السنوات الأخيرة.

2.I تعريف رأس المال المخاطر: لقد تعددت التعاريف الخاصة برأس المال المخاطر بتعدد وجهات النظر المتعلقة بها، وفيما يلي أهم التعريفات المتبناة للدلالة على هذه التقنية التمويلية:

◆ حسب Pierre BATTINI، رأس المال المخاطر هو عبارة عن تقنية تمويلية مبتكرة تقوم على أساس المساهمة بالأموال الخاصة في رأس مال المشاريع الغير مدرجة بالبورصة لتمويل مختلف مراحل حياتها، من الإنشاء إلى التحويل مروراً بمرحلة الانطلاق والنمو.

◆ ويعرفه Françoise BASTIE على أنه عبارة عن مساهمات في رأس مال المشاريع التي عادة ما تكون غير مسعرة (Non Cotées)، وذلك لتمويل المراحل التي تسبق إنشائها، و/أو تمويل انطلاقتها، و/أو تمويل تطويرها، و/أو تمويل تحويل ملكيتها.

◆ وتعرف جمعية رأس المال المخاطر الأوروبية (EVCA) رأس المال المخاطر بأنه رأس المال الذي يمول بواسطة وسيط مالي متخصص، مثل شركة رأس المال المخاطر، لدعم مشروعات ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تتطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد، أملاً في الحصول على فائض قيمة في المستقبل البعيد نسبياً حال إعادة بيع حصة هذه المشاريع بعد عدة سنوات.

◆ أما تعريف المشرع الجزائري لرأس المال المخاطر فجاء كما يلي: "تهدف شركة رأس المال المخاطر إلى المشاركة في رأسمال المشروع وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمشاريع في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة. يمارس نشاط رأس المال المخاطر من قبل الشركة، لحسابها الخاص أو لحساب الغير، وحسب مرحلة نمو المشروع موضوع التمويل. تتمثل كيفية تدخل شركة رأس المال المخاطر في رأس مال الجدوى، رأس مال التأسيس، رأس مال النمو، رأس مال التحويل، استرجاع مساهمات، و/أو حصص يحوزها مخاطر برأس المال آخر، وتتدخل شركة رأس المال المخاطر بواسطة اكتتاب أو اقتناء أسهم عادية، و/أو شهادات استثمارية، و/أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، و/أو حصص الشركاء".

مما سبق نصل إلى تعريف رأس المال المخاطر على أنه كل رأس مال يتولى توفير الغطاء التمويلي لمشاريع عادة ما تكون غير مدرجة بالبورصة، والتي تكون فيها كل من درجة المخاطرة وإمكانيات الحصول على عوائد هامة للاستثمار مرتفعة المستوى، وتظل شركة رأس المال المخاطر شريكة في رأس المال لمدة تتراوح ما بين 3 إلى 10 سنوات تقدم خلالها للمشاريع الممولة - إضافة للموارد المالية اللازمة- المساعدة التسييرية والرقابة المكثفة على جميع الأنشطة التي تقوم بها.

بعد هذا التحديد الوجيز لمفهوم رأس المال المخاطر سنفند الخصائص الأساسية التي بني عليها في العنصر الموالي.

3.I. خصائص رأس المال المخاطر: من خلال استعراضنا لمفهوم رأس المال المخاطر يتبين أنه يتميز بالعديد من الخصائص التي تجعله يتفوق على التمويل الكلاسيكي في نواحي عديدة، وفيما يلي عرض لأهم هذه الخصائص:

◆ **استثمار في مشاريع ناشئة غير مسعرة بالبورصة:** يمارس رأس المال المخاطر نشاطه من خلال المساهمة في رأس مال المشاريع الناشئة الغير مقيدة بالبورصة والتي تظهر إمكانيات نمو وتطور قوية، وتسمح رؤوس الأموال المقدمة من قبل المستثمرين -عادة مستثمرين مؤسسين- بتكوين المشروع وتمويل تطوير أول منتج لها، أو تمويل تصنيعه وتسويقه.

◆ **يشكل رأس المال المخاطر حصة في حقوق المساهمين:** إن تدخل رأس المال المخاطر في تمويل ومساعدة المشاريع الناشئة يكون على مستوى أعلى الميزانية (Haut de Bilan)، عكس التمويل الكلاسيكي الذي يكون على مستوى أسفل الميزانية (Bas de Bilan)، وهذا ما يعطي للمخاطرين برأس المال نسب ملكية تمكنهم من ممارسة سلطة رقابية على المشاريع الممولة. وغالبا ما تكون المفاوضات بين المخاطرين برأس المال وأصحاب المشاريع التي سيتم تمويلها حول نسب الملكية المعروضة على المخاطرين برأس المال شاقة ومضنية، حيث يشكل تحديد هذه النسب عائقا كبيرا أمام ازدهار رأس المال المخاطر وتعاضم دوره في تمويل المشاريع الناشئة، إذ غالبا ما يحرص أصحاب هذه المشاريع أن تكون هذه النسب ضئيلة بحيث لا تسمح للمخاطرين برأس المال بالسيطرة على المشروع.

◆ **استثمار لمدة زمنية قصوى محددة:** يتميز نشاط رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدما للتمويل بصرف النظر عن العمر الاقتصادي للمشروع موضوع التمويل، حيث يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل المشاريع الناشئة غير المسعرة لفترة تتراوح من 3 إلى 10 سنوات، وخلال هذه الفترة لا يحق للمخاطرين برأس المال استرداد أصل رأس المال وعائده، وإنما يتم هذا الاسترداد من خلال بيع مساهماتهم أو إدراجها بالبورصة وذلك عندما يبدأ المشروع في تحقيق عوائد مالية.

◆ **المستثمر عبارة عن شريك نشط:** يلعب المخاطر برأس المال دورا نشطا داخل المشاريع الناشئة التي يتم تمويلها، إذ يقوم بتقديم النصح والإرشاد لإدارة المشروع ومتابعة كل العمليات الإستراتيجية التي تقوم بها. ودائما ما يكون للمخاطر برأس المال ممثلين في مجلس إدارة المشروع، وقد يشكل هذا الأمر عائقا أمام ازدهار نشاط رأس المال المخاطر، وذلك بسبب تخوف أصحاب المشاريع الناشئة التي يتم تمويلها برأس المال المخاطر من فقدان سيطرتهم على المشروع لصالح المخاطرين برأس المال.

◆ **تمويل بدون ضمانات:** إن التمويل برأس المال المخاطر يتحقق بدون ضمانات* كونه يقوم على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر، وهذا ما يجعله بديلا هاما للتمويل الكلاسيكي الذي يركز على الضمانات (رهن حيازي، رهن عقاري، كفالات...) من أجل استرداد مبلغ القرض وعائده، وبما أن أغلب المشاريع الناشئة تفتقر إلى الضمانات الكافية التي تؤهلها للحصول على قرض طويل الأجل من البنوك خاصة في المراحل الأولى من حياتها، فإن التمويل برأس المال المخاطر يعد بديلا هاما لنموها وتطورها إذا ما تم إعداد خطة عمل جيدة تجذب بها انتباه المستثمرين لرفدها بمساهمات رأسمالية.

◆ **يتدخل خلال أي مرحلة من مراحل دورة حياة المشروع الناشئ:** يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مختلف مراحل حياة المشاريع الناشئة، انطلاقا من تمويل المراحل التي تسبق الإنشاء، إلى تمويل الانطلاق، ثم التطوير، وصولا إلى تمويل تحويل الملكية، وفي بعض الأحيان تقويمها (Redressement) ومتابعتها (Suive).

◆ **يأخذ حصة الأغلبية أو الأقلية في المشاريع الممولة:** يتوقف ذلك على عاملين هما: مبلغ الاستثمار وقيمة المشروع، ففي الحالة التي يكون فيها تدخل رأس المال المخاطر من أجل تمويل مرحلة التطور فإن المخاطر برأس المال يأخذ حصة الأقلية (Minoritaire) في رأس مال المشروع، بينما يأخذ مالكا حصة الأكثرية (Majoritaire)، أما لو كان تدخل رأس المال المخاطر من أجل تمويل تحويل الملكية فإن المالك في هذه الحالة يأخذ حصة الأقلية، في حين يأخذ المخاطر برأس المال حصة الأكثرية بسبب المبلغ الكبير المستثمر في هذه المرحلة.

◆ **يأخذ شكل وساطة مالية:** يعتبر رأس المال المخاطر أيضا بمثابة وساطة مالية تقوم على أساس المشاركة بين أطراف العملية التمويلية، حيث تتلقى شركات رأس المال المخاطر الأموال من المستثمرين لتوظيفها في شكل مساهمات في رأس مال المشاريع الناشئة التي لها أسواق واعدة، والتي يكون هدفها عادة وضع أفكار وأبحاث تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع، والشكل الموالي يوضح أكثر الوساطة المالية لرأس المال المخاطر.

* - يستثنى من هذه القاعدة تمويل مرحلة التحويل باعتبار أن الاستئناس باستخدام الرفع المالي (LBO) يتطلب ضمانات تقدم للمقرضين.

◆ **تقنية تمويلية تقوم على أساس المشاركة:** تتأسس مشاركة رأس المال المخاطر في المشاريع المختلفة بناء على حجم العوائد والأرباح المتوقعة من تشغيل المشروع، ويرجع ذلك إلى أن المخاطر برأس المال ليس مقرضا ينتظر الحصول على قرضه بغض النظر عما إذا كان المشروع سيحقق أرباحا من عدمه، وإنما هو شريك يمتلك حصة من المشروع الذي يتم تمويله، ولكنه في ذات الوقت ليس شريكا عاديا وإنما هو شريك مستعد للتضحية وتحمل الكثير من المخاطر انتظارا لعوائد مالية مرتفعة، كما يمكن القول بأنه شريك مؤقت دخل المشروع ليخرج عندما يكون متأكدا من الحصول على أصل رأس المال وعوائده المتوقعة.

المراجع:

- الدكتور رامي حريد، مطبوعة في مقياس دراسة الجدوى واختيار الاستثمارات، موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر تخصص ادارة مالية، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميله، 2017-2018.
- رامي حريد، البدائل التمويلية للاقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2014-2015.